



國泰世華銀行
Cathay United Bank

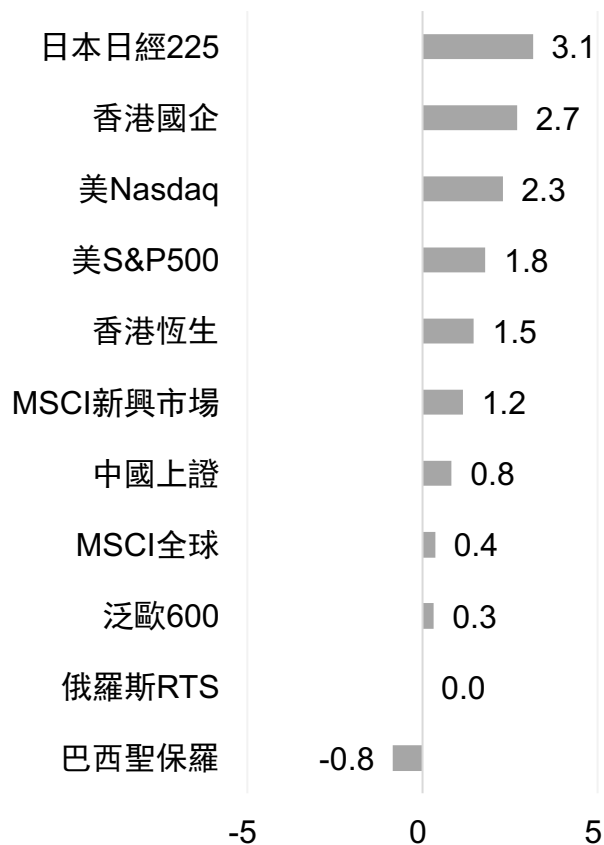
2025年1月17日

投資研究週報

揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

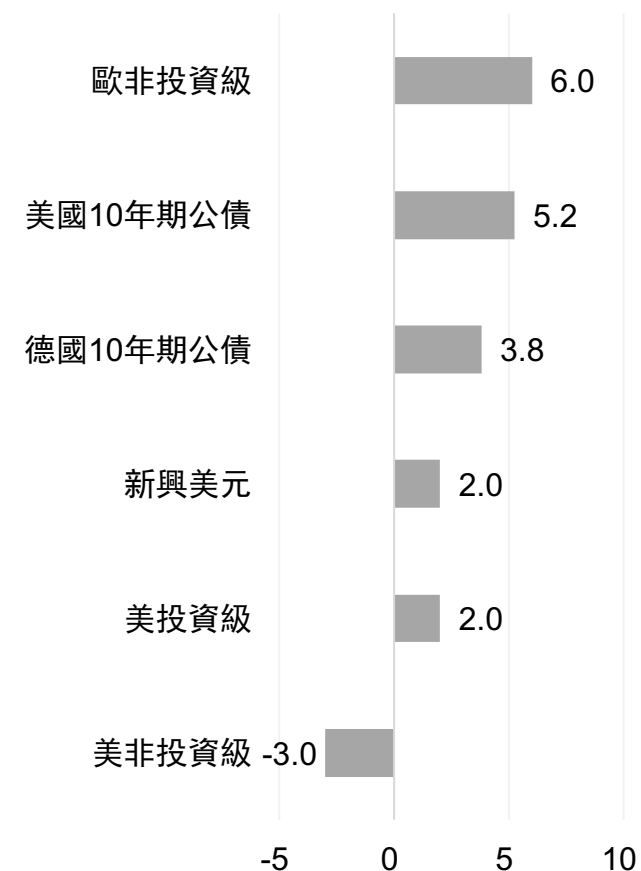
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/1/9 - 2025/1/16。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 本週主題：

- **美10年公債利率急彈後，續飆嗎？** 因川普交易、數據報喜等因素，使美國10年債利率急彈，不過，預期川普上任後，政策逐步明朗，研判聯準會仍傾向降息，預期利率上方有壓，逢高仍應鎖利。
- **台幣貶破33，持續大貶嗎？** 隨美債利率走高，美元走強，台幣一度貶破33關卡。考量美債利率與主要貨幣的利差逐步縮窄，美元強度將轉弱，台幣續貶空間也有限。
- **台積電法說會報喜，提高資本支出：** 台積電最新財報顯示，去年Q4 EPS為14.45美元，高於預期且再創歷史新高，展望未來，台積電持續看好AI趨勢，並調高資本支出。

2) 未來焦點：

- 1/20 川普上任、1/22 台股封關、1/24 德州儀器財報、1/30 美國FOMC。

策略思維

- 1) **總經與企業獲利升溫，股市拉回可布局：** 美債利率攀高，使評價受到打壓，不過，美國經濟基本面轉強，同時企業獲利持續升溫，股市拉回視為布建契機。
- 2) **債市利率上彈，視為鎖利契機：** 市場可能過度反應降息放緩預期，宜把握利率反彈的鎖利契機。
- 3) **美元短線偏強：** 美元短期偏強，但與主要貨幣的利差逐步縮窄，美元強度將轉弱。

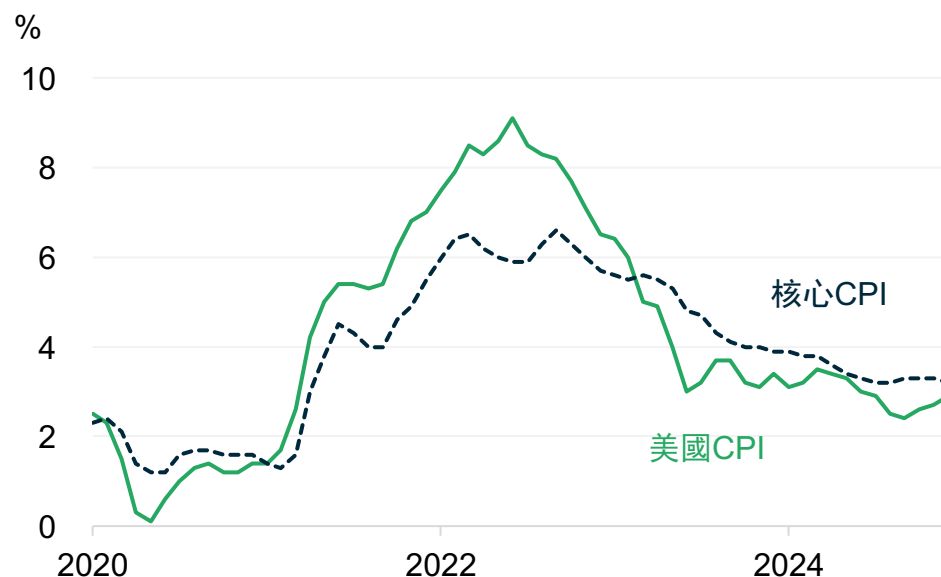


待川普上任後, 通膨不確定性可望降溫

近期, 美國10年期公債殖利率一度攀至4.8%, 主因有三, 1)川普即將上任, 市場擔憂財政與關稅等政策, 對通膨構成影響, 2)聯準會官員靜待新政策落實後再做評估, 3)經濟數據好於預期, 加深通膨隱憂。受此影響, 市場預期今年僅降息1碼。

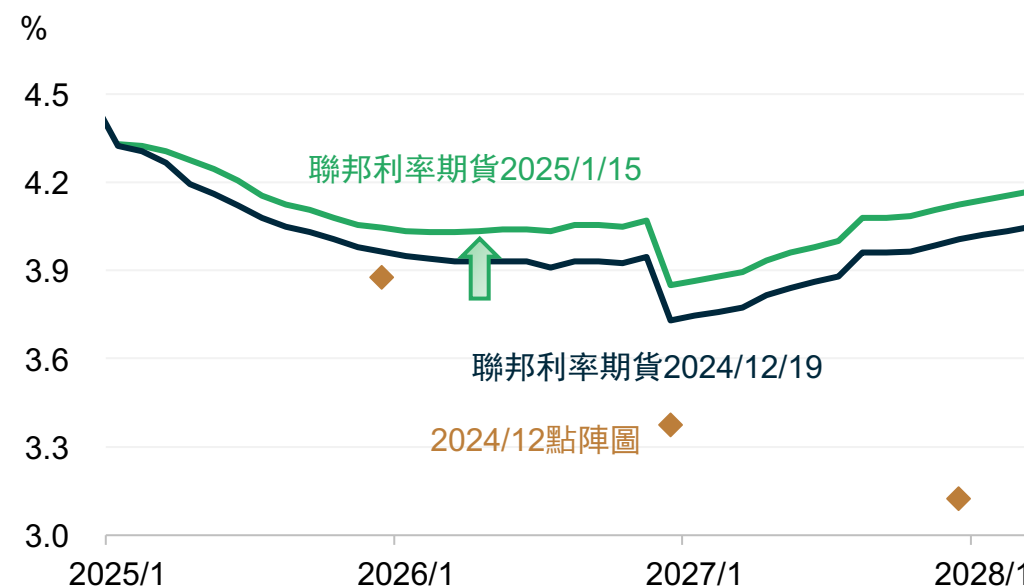
不過, 研判隨著川普的上任, 通膨的隱憂將有所下滑, 包括1)傳聞川普未來的關稅措施, 可能採逐月調整, 避免對通膨構成太大影響; 2)通膨下降趨勢未變, 去年12月核心CPI持續下滑, Fed理事Waller近日仍表示, 服務通膨下降趨勢並未改變, 研判通膨仍朝2%的方向邁進, 3)短線降息難度增加, 不過Fed並未極端地轉回升息路徑, 且市場的預期波動性過大, 無需過度解讀。

美國核心通膨下降趨勢未變



資料來源: Bloomberg。

聯準會降息方向不變, 但市場預期來回擺盪



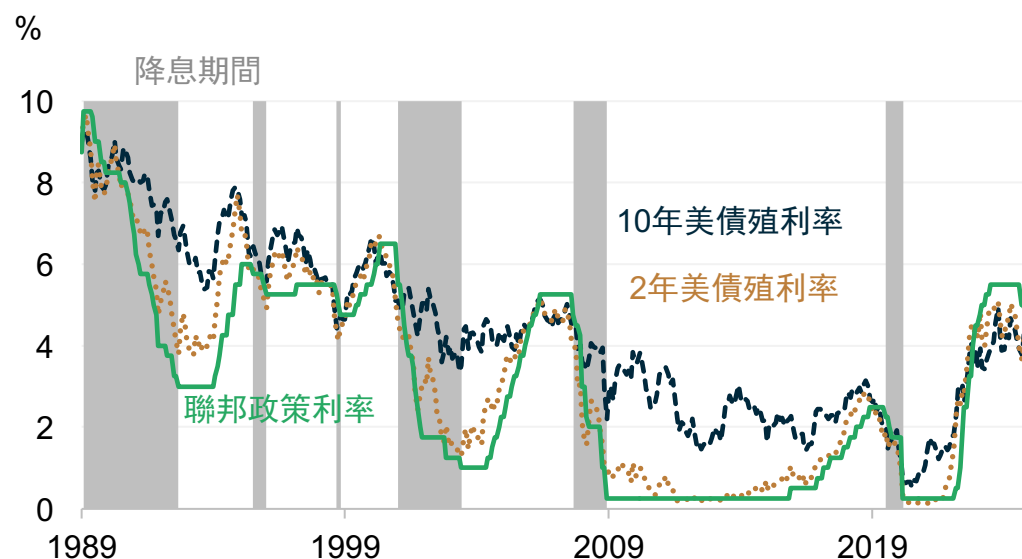
資料來源: Bloomberg。

降息背景下，殖利率雖逆勢走升，但上方空間有限

美債殖利率走勢，隨市場預期變化而大幅波動。2023/9，當時聯準會降息時程未定，且通膨再度反彈，使得美10年公債殖利率上彈至5%，**如今，聯準會降息方向並未調整，且通膨水平更低，但債市利率一度急彈至4.8%，恐有過度反應之嫌。**

歷史降息期間，利率並非一路向下：在前六次降息循環中，1990、2002、2008、2019年都曾出現利率波段回升，於上述期間，10年債利率平均反彈約71基點；不過，隨著後續Fed再度降息，利率走勢則回歸下行。**目前，聯準會降息方向不變，利率再上升空間有限。**因此在債市策略上，隨著長線Fed仍有望降息，應視本波利率反彈為良好的布債時點；然而，美國經濟穩健，將限縮資本利得空間，債市報酬以穩定現金流為主。

若寬鬆前景未改變，長線利率走勢仍應回歸下行



資料來源：Bloomberg。

前六次降息循環中，僅1998年呈現殖利率反彈

降息期間	碼數	2年債利率變化(bps)	10年債利率變化(bps)
2024/9~迄今	4	+68	+94
2019/7~2020/3	9	-163	-135
2007/9~2008/12	20	-322	-237
2001/1~2003/6	22	-327	-160
1998/9~1998/11	3	+33	+29
1995/7~1996/1	3	-95	-85
1989/2~1992/9	27	-569	-294

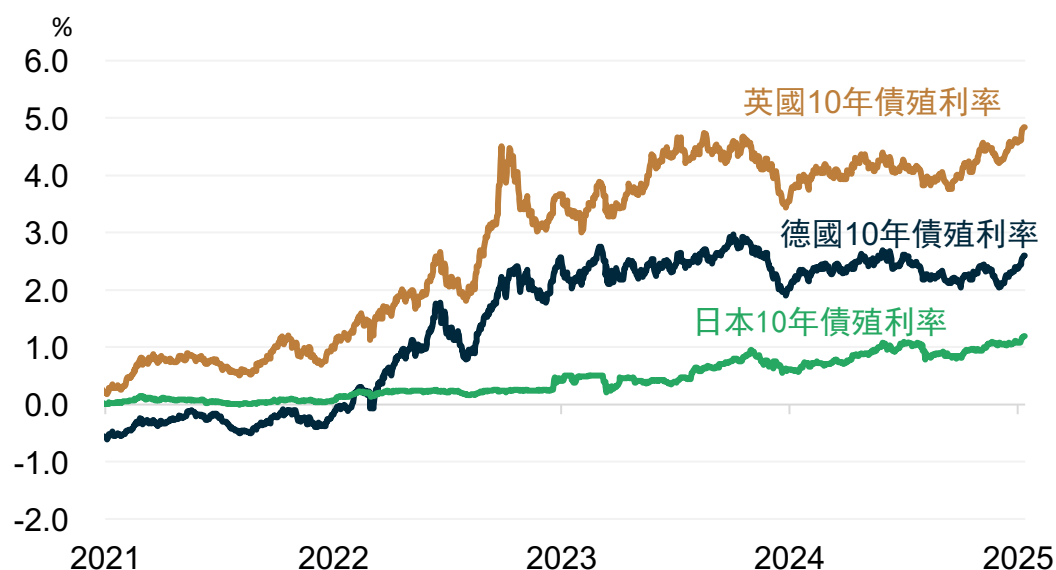
註：1998年遇到亞洲、俄羅斯金融危機外，當時美國的通膨增速升溫，導致殖利率逆勢上漲。
資料來源：Bloomberg。

美債與英日等公債利率的利差縮窄，預期美元強度將轉弱

近期，全球主要國家的公債殖利率也全面走揚，包括，1)美國公債殖利率走揚，推升他國利率，2)英國通膨攀升至8個月來新高，導致全年降息幅度下滑，使得英國10年期公債殖利率創下2008年以來新高，3)日本央行總裁重申，如果日本經濟持續改善，央行將考慮進一步調升利率，也驅動日本10年期公債殖利率創2008年以來新高，4)德國政治陷入不確定性，同時面臨增加國防預算的壓力，推升德國公債利率走揚。

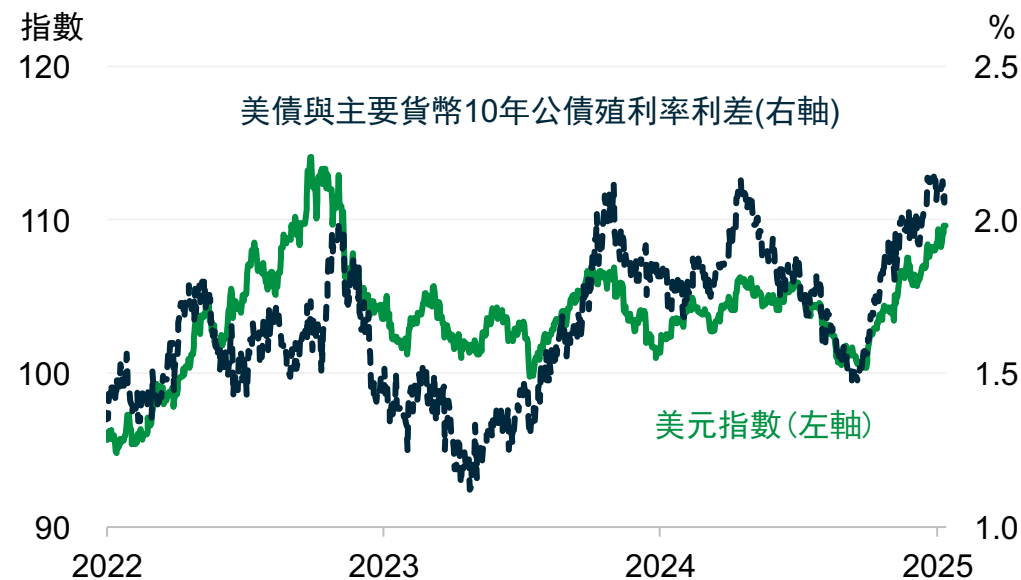
反映在匯率上，美元雖受到美債利率揚升而獲得支撐，但歐、英、日的公債利率也同步揚升，漲幅甚至高於美債利率，使得利差逐步縮窄。因此，研判美元指數強度將轉弱。

英國、日本公債殖利率創數2008年以來新高



資料來源：Bloomberg。

利差縮小之際，美元指數強度將轉弱



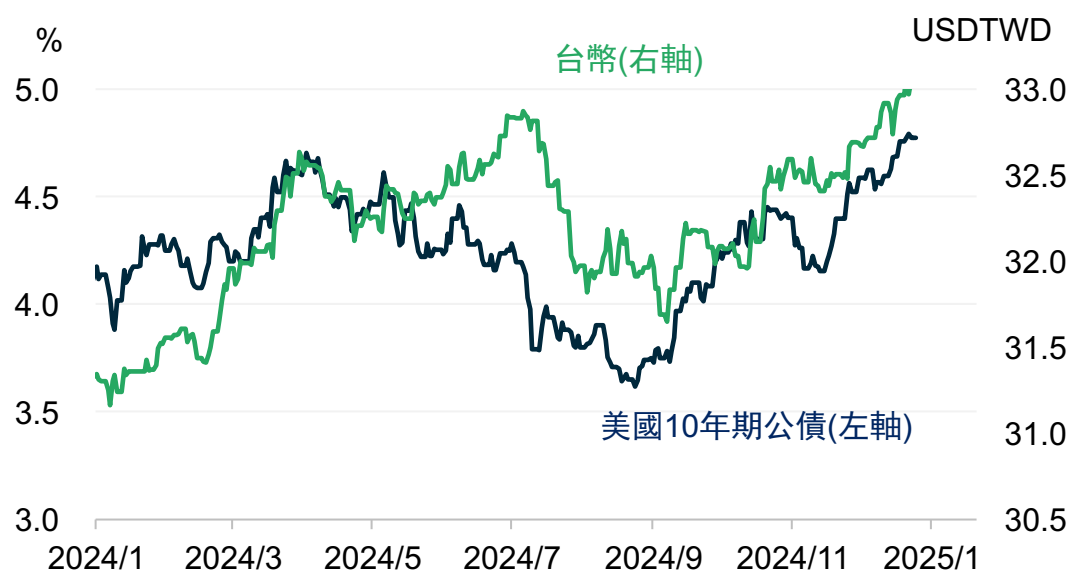
資料來源：Bloomberg。

美雙率強勢，亞幣全倒，且人民幣貶值風險尚未解除，亞幣偏弱表現

美國就業數據強勁，市場預期Fed降息的空間恐再度縮窄，帶動美債利率一度站上4.8%，加上預期川普上任初期，**市場對川普政策落實關注度仍高，各國企業赴美投資資金流等，都不利非美貨幣表現**。另外，中國可能透過人民幣貶值來因應關稅戰的潛在風險，則為今年亞幣額外承受的壓力。

預期**上半年美元將維持高位震盪，亞幣難脫弱勢震盪格局下，台幣料也難脫弱勢表現**，需待美國降息空間明朗、川普關稅戰落實度低於預期時，非美貨幣才有較大回升的空間。統計過去一年亞幣對人民幣的表現來看，對人民幣漲跌最敏感的為馬幣、泰銖，台幣大致居中，需要留意人民幣貶值可能帶來的影響。

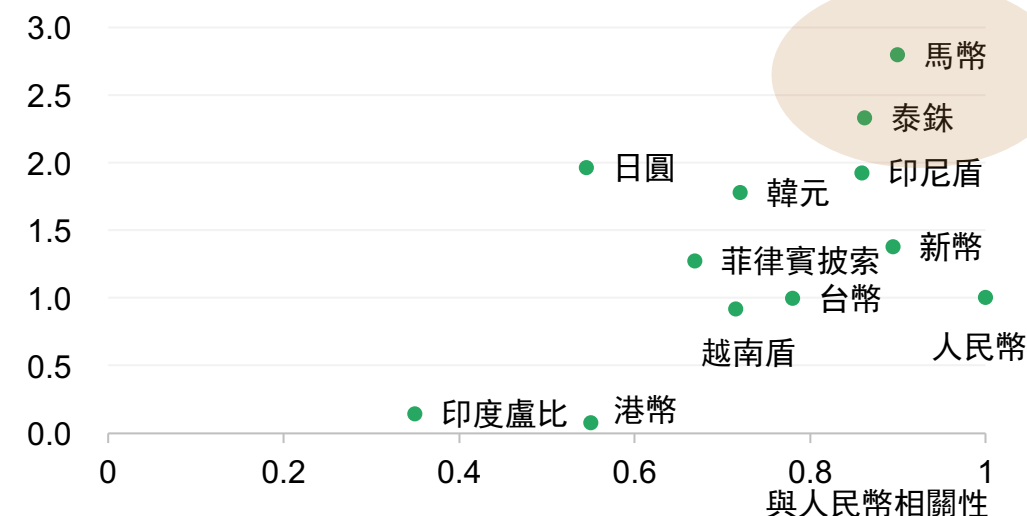
美債利率近期走強，引導台幣貶破33



資料來源：Bloomberg。

亞幣對人民幣的相關性及敏感度

人民幣升貶1%，對亞幣升貶的影響，



註：統計2024/1/13~2025/1/15月資料。

資料來源：Bloomberg。

台積電財報展望皆樂觀, EPS有望連3年成長

台積電2024年Q4 EPS 14.5元, 營收年增39%、毛利率59%雙雙高於前次法說目標, 2024年EPS 45.3元, 年增40%。Q1雖然是淡季, 但在AI晶片需求大幅成長下, 先進封裝產能仍供不應求, 台積電預估首季營收將季減0~5%, 毛利率維持57~59%高檔水準。

台積電上調2025年資本支出至380~420億美元, 較2024年成長3成以上, 在AI需求爆發下, 台積電對於未來展望十分樂觀。至於近期ASIC晶片受惠科技巨頭自研AI晶片需求, 傳言取代GPU晶片, 董事長魏哲家直言兩者成長空間都很大, 且所有主要晶片設計商都是台積電的客戶。台積電下一代2奈米先進製程將於今年量產, 業界領先優勢未改變, 在今明年獲利成長預期下, 股價有望更上層樓。

台積電財報展望皆樂觀, EPS有望連3年成長



資料來源: Bloomberg預估。

台積電加速擴張, 2025年資本支出大幅上調



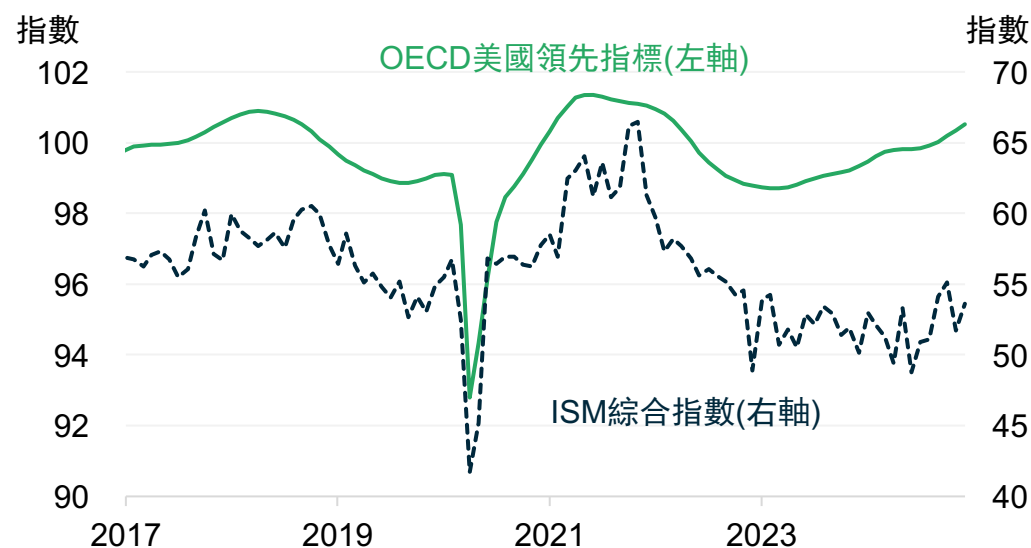
資料來源: 台積電。

企業獲利隨景氣同步升溫, 提供股市回檔支撐

近期美債利率的攀升, 導致評價面也受到調整, 進而影響美股表現, 但美債攀高的一大主因為, 美國經濟更具有韌性, 包括ISM製造業與服務業指數雙雙高於預期, 非農就業數據更是明顯優於預期, **整體OECD指標顯示, 美國景氣已連續4個月重返擴張狀態。**

隨著製造業指數的上升, 暗示經濟活動正也在升溫, 反映在企業獲利上也是如此, 根據統計, 標普500企業獲利已連續5季成長, 預期去年Q4獲利也有望保持成長, 近日, 美國銀行股陸續公布財報, 包括高盛、美國銀行、摩根大通等, 皆優於預期。整體而言, 製造業與獲利的回溫, 提供美股拉回買進契機。

美國景氣逐步升溫, OECD指標已連4個月擴張



資料來源: Bloomberg。

企業獲利隨景氣同步升溫, 提供股市回檔支撐



資料來源: Factset預估。

原油 美國對俄羅斯石油業實施新制裁，恐威脅到原油供應，油價跳漲

就**1)基本面**來看，由於OPEC+會議，決定把現行每日220萬桶的自願減產措施延長至3月，**自4月起逐步取消減產至2026/9完全退場**，因此，2025年下半年有機會轉為供過於求。然而，近期油價受到地緣政治影響而有所反彈，係因**2)拜登政府對俄羅斯石油生產商、油輪、中間商等實施新制裁**，以打擊俄國生產和分銷鏈。而美國財政部也立即跟進針對俄國油商加強制裁，包括俄氣石油公司和蘇爾古特油氣公司等。

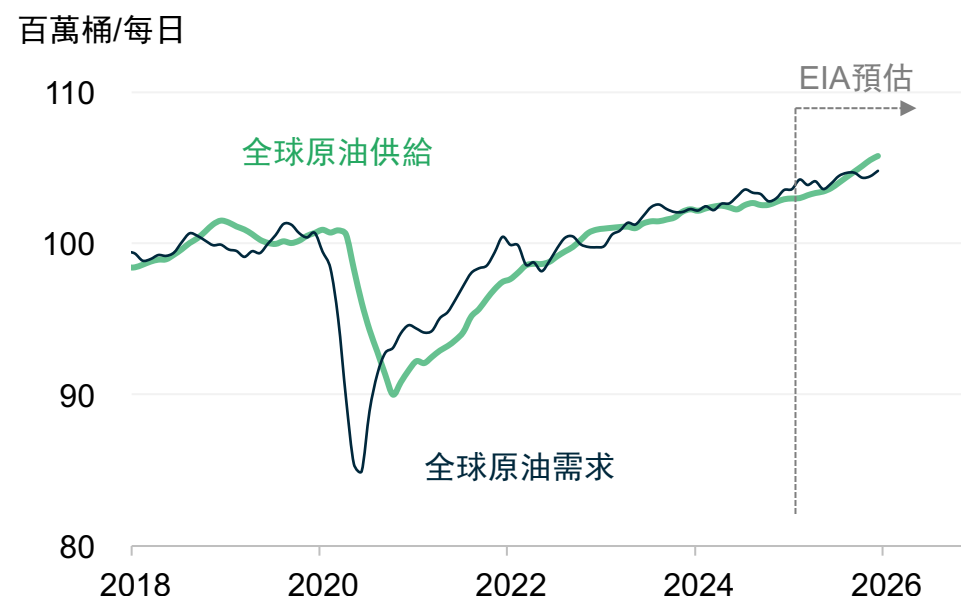
油價方面，1)短線受到**地緣政治影響**、供給面波動，加上**美國油商開採活動仍偏低迷**，因而支撐近期油價反彈走勢；但2)長線而言，仍將受到供需基本面的牽制，除OPEC+外，川普鼓勵油商增加開採，美國多家大型銀行，包括美國銀行、花旗等相繼宣布退出聯合國的「淨零銀行聯盟」，長線供給面存在進一步增加的可能，因此，**將限縮油價上方空間**。

地緣影響，加上美國開採仍較低迷，使油價短線反彈



資料來源：Bloomberg。

OPEC+下半年退出減產，讓基本面有望轉為供過於求



註：EIA預估。4月之後OPEC+逐步退出減產。

資料來源：Bloomberg。

Jan 2025

20 Monday 中國1年/五年貸款利率 美國休市	21 Tuesday 台灣外銷訂單 德國ZEW調查	22 Wednesday 美國領先指標 台股封關日	23 Thursday 初領失業金人數 台灣M1B/M2 台股休市	24 Friday 美國標普製造業PMI 美國密大消費信心指數 美國成屋銷售 台灣Q4 GDP 日本央行利率會議 台股休市
-------------------------------------	------------------------------------	------------------------------------	---	--

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。

本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相牴觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相牴觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日 金管證投字第1010033031號函
台北市松仁路7號B1 TEL: +886 8722-6666